

极米科技 (688696)

证券研究报告

2021年04月14日

智能投影设备龙头，新品迭代、渠道铺设、光机自研自产、互联网增值服务驱动增长

公司是一家专注于智能投影和激光电视领域，集设计、研发、制造、销售和服务于一体的高科技公司，涉及智能影院产品。公司于2013年成立，此后，在产品线迭代、区域扩张方面积极推进。2019年布局日本、欧洲、美国等发达国家市场。新股发行后，公司创始人控股公司，持股18.76%。

家用投影仪逐渐成为中国市场主流，DLP技术产品市场份额逐渐提升。2017/2018/2019/2020H1，中国家用投影仪出货量分别为130/227/279/131万台，分别占中国投影仪出货量的41.14%/52.18%/60.39%/77.51%。国内商用投影仪出货量有减少趋势。2019年全球投影仪市场规模约为260亿元，EPSON市场份额超40%，美国家用投影仪渗透率约为7%。

静态维度公司具备技术领先窗口期，动态维度公司始终在做长期正确的决策。公司以提升产品用户体验为目标，在光机设计、硬件电路设计、整机结构设计、智能感知算法开发、画质优化算法开发、软件系统开发等方面掌握了多项核心技术和能力，大幅提高了智能投影设备的性能和用户体验。公司之所以能够静态上技术领先，是因为公司以产品研发为根本，以长期利益为导向。举例来说，生产Z4Air的时候，追求轻薄的极致，公司为了减少产品1毫米的厚度，废掉了模具。

公司新品迭代能力强劲，渠道扩张提升市场份额，元器件国产替代持续提升毛利率，互联网增值服务市场空间广阔。①公司新品迭代能力强劲。2017年推出全球首款120英寸4K双色激光电视T1，2019年发布H3系列，2020年推出全新子品牌MOVIN。未来，极米会在软硬件多方面持续优化产品，推出新品。②同时，公司通过多渠道扩张持续提升市场份额。实施市场开发计划，进一步夯实中国投影设备市场份额第一地位，同时积极探索、开发欧洲、北美及日本等其他区域市场。公司计划稳妥推进线下渠道建设，探索加盟店等形式的渠道拓展方法，同时进一步巩固核心线上销售渠道。③公司通过元器件国产替代及光机自研持续提升公司毛利率水平，或将光机成本降低15%-20%，约将整机成本降低5%-8%。此外，光机、整机协同开发，可有效提升光能利用率。未来，公司或在芯片等多类元器件方面实现国产替代。④公司产品用户高度活跃，长视频内容分发+教育游戏内容分发+电影互联网分发有望持续提升互联网增值服务ARPU。公司产品用户高度活跃。2020年公司GMUI月活用户约120万人，约占过去三年只能投影产品出货量的80%，平均每人日均使用时长超4小时。

盈利预测与估值：给予“买入”评级。综合预计2020-2022年营业收入28.25/46.37/71.47亿元，净利润2.65/4.72/7.42亿元。给予公司50-60倍相对PE估值，综合2022年公司目标市值371-445亿元，对应目标价742-890元。

风险提示：目标用户群体数目不达预期，品类迭代，技术研发风险，部分核心零部件依赖外购风险，知识产权风险、竞争风险、产品降价及公司增速放缓风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,658.57	2,116.40	2,825.22	4,636.75	7,146.85
增长率(%)	66.08	27.60	33.49	64.12	54.13
EBITDA(百万元)	61.01	171.66	327.52	580.42	911.09
净利润(百万元)	9.52	93.40	264.86	471.64	742.11
增长率(%)	(35.28)	881.43	183.56	78.07	57.35
EPS(元/股)	0.19	1.87	5.30	9.43	14.84
市盈率(P/E)	3,118.24	317.72	112.05	62.92	39.99
市净率(P/B)	67.10	51.96	34.98	11.83	6.69
市销率(P/S)	17.89	14.02	10.50	6.40	4.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	89.73	47.53	28.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	552元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	50.00
流通A股股本(百万股)	10.33
A股总市值(百万元)	27,600.00
流通A股市值(百万元)	5,703.45
每股净资产(元)	20.85
资产负债率(%)	68.53
一年内最高/最低(元)	622.77/441.50

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

吴慧迪 联系人
wuhuidi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《极米科技-新股报告:国内智能投影设备龙头企业，多维度实现增长》2021-02-05
- 《极米科技-新股报告:智能微投市场走俏，国货崛起正当时》2020-11-22

内容目录

1. 国内智能投影设备龙头企业，主打大单品战略，全渠道布局.....	3
1.1. 历时八载产品不断迭代，造就智能微投龙头.....	3
1.2. 公司主打大单品战略，国内外线上线下布局.....	3
1.3. 创始人控股公司，高管持股&员工股权激励到位.....	6
1.4. 营收规模快速增长，盈利能力持续增强.....	6
2. 家用投影仪逐渐成为中国市场主流，海外市场存在技术路径迭代机会.....	7
3. 静态维度公司具备技术领先窗口期，动态维度公司始终在做长期正确的决策.....	9
4. 增长逻辑：新品迭代能力强劲，渠道扩张提升市场份额，元器件国产替代持续提升毛利率，互联网增值服务市场空间广阔.....	11
5. 盈利预测与估值.....	11
6. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：智能微投 H 系列.....	3
图 2：智能微投 Z 系列.....	3
图 3：极米整机系列产品种类及收入（万元）.....	4
图 4：极米 2020 年热销产品为 NEW Z6X 和 H3.....	4
图 5：公司销售渠道.....	6
图 6：公司股权结构.....	6
图 7：公司营业总收入（亿元，%）.....	6
图 8：公司归母净利（万元，%）.....	6
图 9：中国投影设备出货量（万台）.....	7
图 10：中国家用投影仪和商用投影仪出货量（万台）.....	7
图 11：EPSON 视觉创新业务（投影仪）业绩.....	8
图 12：EPSON 视觉创新业务（投影仪）全球市场份额（%）.....	8
图 13：amazon video projectors bestseller top5.....	9
表 1：极米科技智能投影产品类目.....	3
表 2：不同销售模式下实现的整机及配件销售收入（万元）.....	5
表 3：中国投影设备行业出货量市占率（%）.....	8
表 4：极米科技产品设计奖项.....	10
表 5：公司盈利预测（亿元）.....	12
表 6：可比公司相对估值.....	12

1. 国内智能投影设备龙头企业，主打大单品战略，全渠道布局

1.1. 历时八载产品不断迭代，造就智能微投龙头

公司是一家专注于智能投影和激光电视领域，集设计、研发、制造、销售和服务于一体的高科技公司，同时涉及智能影院产品。公司于 2013 年成立，此后，在产品线迭代、区域扩张方面积极推进。

产品线发展历程：2013 年发布第一代无屏电视产品。2014 年推出首款量产产品 Z3，成立光学实验室。2015 年完成家用及便携式产品布局，极米无屏电视+芒果 TV 资源，搭建了更强大的全生态平台系统，同时率先采用双光路设计，大幅提升了 LED 投影的亮度。2016 年发布支持 3D 的 LED 光源 1080p 全高清无屏电视 H1。2017 年推出全球首款 120 英寸 4K 双色激光电视 T1。2018 年推出智能辅助校正、全画面自动对焦、实时清晰度补偿等多项新技术，实现了“开机即用”的便捷体验。2019 年，第一款自研光机成功点亮，9 月实现量产并逐步导入到了极米产品当中，极米成为具备光机自研自产能力的中国投影品牌。同年，极米科技发布三款智能投影新品：极光 RS Pro、H3 以及 Z8X。同时，极米正式发布了基于投影技术的成像特点所研发的 X-VUE 画质引擎以及迭代进化的 GMUI 3.6。为了给用户带来更好的使用体验，极米率先宣布全面取消投影开机广告。2020 年，在外部供应商无法交货的情况下，极米自研的光机快速复工复产，同时针对细分领域推出了全新子品牌 MOVIN，瞄准年轻人群。

表 1：极米科技智能投影产品类目

	发布时间	行业领先性
极米智能投影 H3	2019 年 8 月	同时搭载全自动校正和全局无感对焦功能产品
极米智能投影 Play	2019 年 1 月	搭载左右自动校正的便携产品
极米智能投影 H2	2018 年 5 月	支持辅助自动校正功能产品
极米智能投影 Z6	2018 年 3 月	采用四通道光路设计产品
阿拉丁	2018 年 1 月	三合一智能投影吸顶灯
极米智能投影 H1S	2017 年 5 月	搭载可变光圈技术产品
极米智能投影 CC	2016 年 11 月	支持自动对焦功能产品；支持蓝牙音响
极米智能投影 H1	2016 年 3 月	物流分辨率 1080P 产品；带低音震膜音响产品
极米智能投影 Z4X	2015 年 8 月	双光路设计产品，光效提高 20%；搭载手势音乐操控功能产品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

海外拓展方面：2016 年 7 月在硅谷成立首家海外办事处，负责当地的公关和市场工作。2019 年布局日本、欧洲、美国等发达国家市场。

1.2. 公司主打大单品战略，国内外线上线下载布局

公司产品包括：① 智能微投系列：1.H 系列 H3,H2,H1S,H1；2.Z 系列 Z6X,Z4V,Z6,NEWZ4,Z4X,Z3；3.便携系列：Play X,Play,New Z4 Air,CC 极光, CC, Z4 Air；4.MOVIN 系列：MOVIN01X 和 MOVIN01.5.Rs Pro。② 激光电视系列：曜·LUNE 4K Pro 曜·LUNE Pro, 皓·Lune 4K, 皓·Lune, A1。③ 创新产品系列：popIn Aladdin。

图 1：智能微投 H 系列

图 2：智能微投 Z 系列

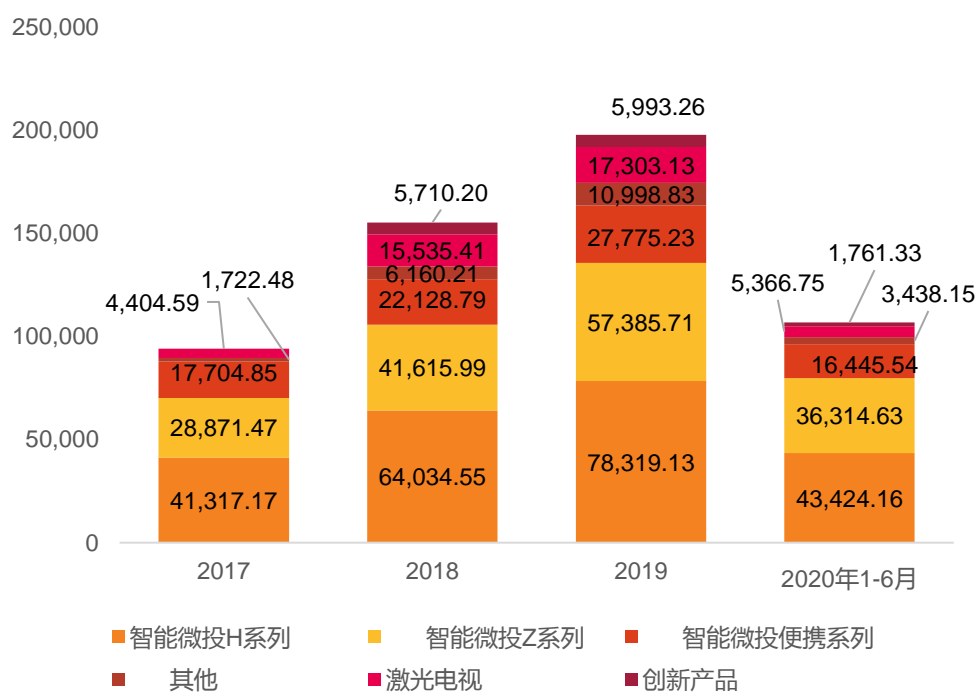


资料来源：极米科技官网，天风证券研究所



资料来源：极米科技官网，天风证券研究所

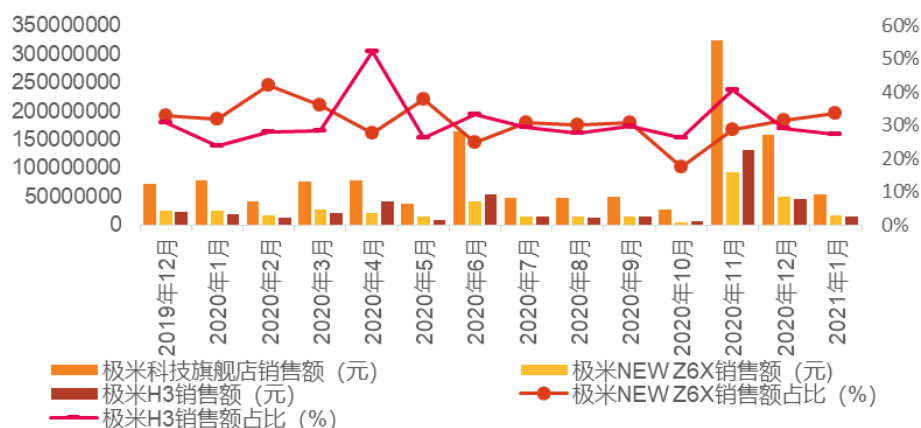
图 3：极米整机系列产品种类及收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主打大单品战略。公司收入结构在 sku 维度主要集中在几个大单品。以 2020 年为例，据淘宝数据，公司 NEW Z6X 和 H3 两个 SKU 占了每个月天猫渠道收入的 70%以上。

图 4：极米 2020 年热销产品为 NEW Z6X 和 H3



资料来源：淘宝网数据，天风证券研究所

公司主要在境内销售整机及配件产品，同时积极布局扩张境外市场。2020H1 境内收入占比 95.05%，境外收入占比 4.95%。公司从 2016 年 7 月开始布局海外市场，有利于公司在未来中国智能投影产品出海机遇中保持领先地位。目前公司产品海外市场已覆盖美国、日本及欧洲等发达市场。

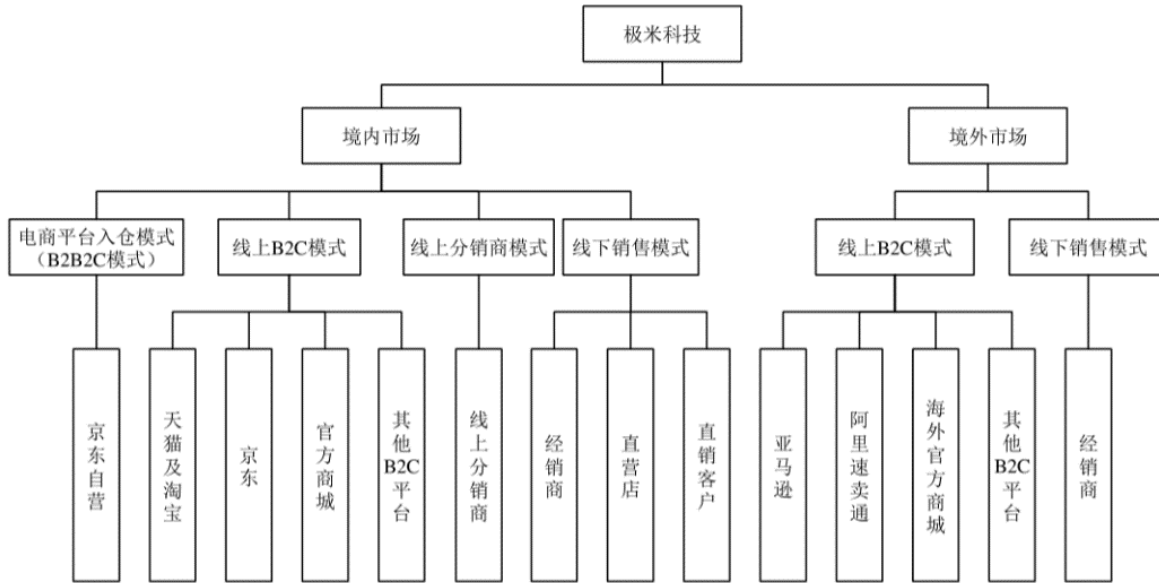
公司主要通过电商平台入仓模式、线上 B2C 模式、线下经销模式销售智能投影整机及配件产品。2020H1 电商平台入仓模式收入占比总收入 36.77%、线上 B2C 模式收入占比 33.57%、线下经销模式收入占比 16.44%。公司境内电商平台入仓模式（B2B2C 模式）通过京东自营渠道销售，境内线上 B2C 模式通过天猫及淘宝、京东、官方商城、其他 B2C 平台销售。

表 2：不同销售模式下实现的整机及配件销售收入（万元）

销售模式	2020 年 1-6 月		2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内 电商平台入仓模式	40,954.01	36.77%	72,387.30	34.82%	52,578.68	32.19%	31,669.25	32.01%
线上 B2C 模式	37,390.27	33.57%	54,569.66	26.25%	47,762.04	29.24%	34,047.22	34.41%
线上分销商模式	803.24	0.72%	2,721.00	1.31%	2,625.85	1.61%	3,574.64	3.61%
直营店模式	6,141.41	5.51%	17,968.03	8.64%	9,195.45	5.63%	1,620.38	1.64%
线下经销模式	18,307.28	16.44%	46,732.39	22.48%	31,495.09	19.28%	23,558.42	23.81%
线下直销模式	2,175.88	1.95%	9,398.17	4.52%	12,057.43	7.38%	4,436.62	4.48%
境外 线上 B2C 模式	2,637.34	2.37%	2,142.48	1.03%	1,097.91	0.67%	-	-
线下经销模式	2,962.19	2.66%	1,966.97	0.95%	6,524.13	3.99%	-	-
线下直销模式	-	-	-	-	2.31	0.00%	31.57	0.03%
合计	111,371.62	100.00%	207,886.01	100.00%	163,338.90	100.00%	98,938.09	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：公司销售渠道

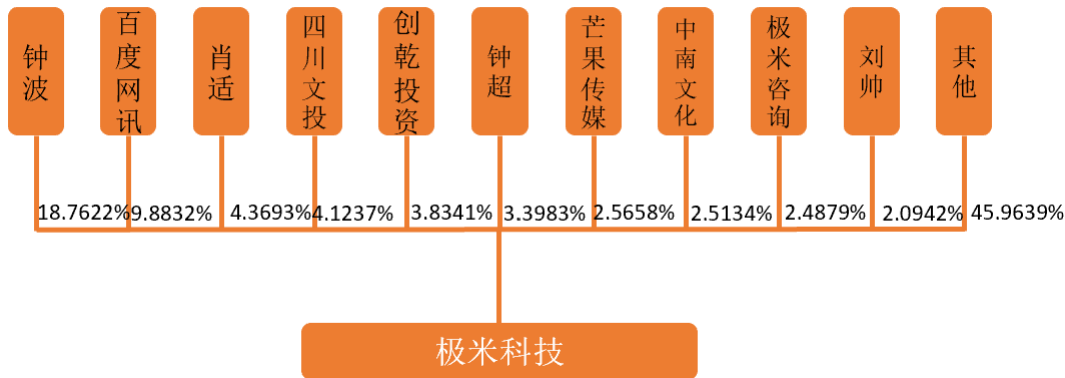


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 创始人控股公司，高管持股&员工股权激励到位

创始人控股公司。截至公司上市发行新股后，公司创始人钟波为第一大股东，任公司董事长职位，持股 18.76%；百度网讯为第二大股东，持股 9.88%；肖适为第三大持股股东，任公司董事兼总经理职位，持股 4.37%；极米咨询为公司员工持股平台，持股 2.49%。

图 6：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

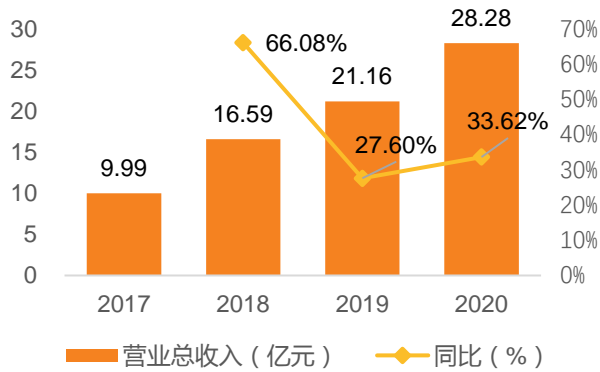
1.4. 营收规模快速增长，盈利能力持续增强

公司营收快速增长。2017/2018/2019/2020 年的营业收入分别为 9.99/16.59/21.16/28.28 亿元，2018/2019/2020 年分别同比增长 66.08%/27.60%/33.62%。

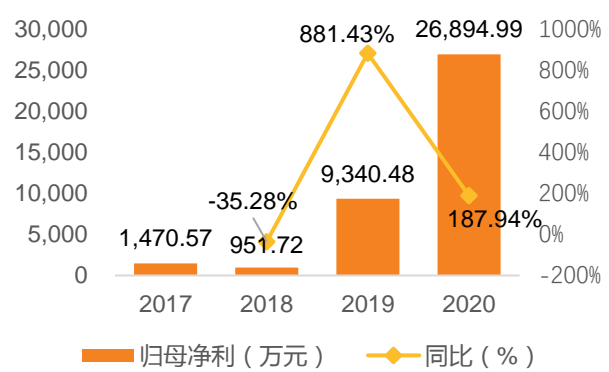
2019 年以来公司归母净利快速增长。2019/2020 年公司归母净利 0.93 亿/2.69 亿元，同比增长 881%/188%。

图 7：公司营业总收入（亿元，%）

图 8：公司归母净利（万元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

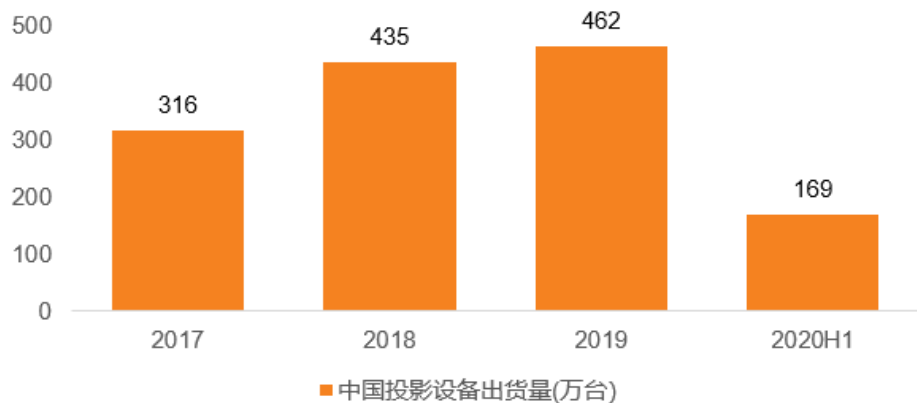


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 家用投影仪逐渐成为中国市场主流，海外市场存在技术路径迭代机会

中国投影设备行业规模增长迅速，中国投影设备 2017-2019 年出货量 CAGR 20.91%。2017/2018/2019/2020H1 中国投影设备出货量分别为 316/435/462/169 万台，2018/2019 年同比增长 37.66%/6.2%。

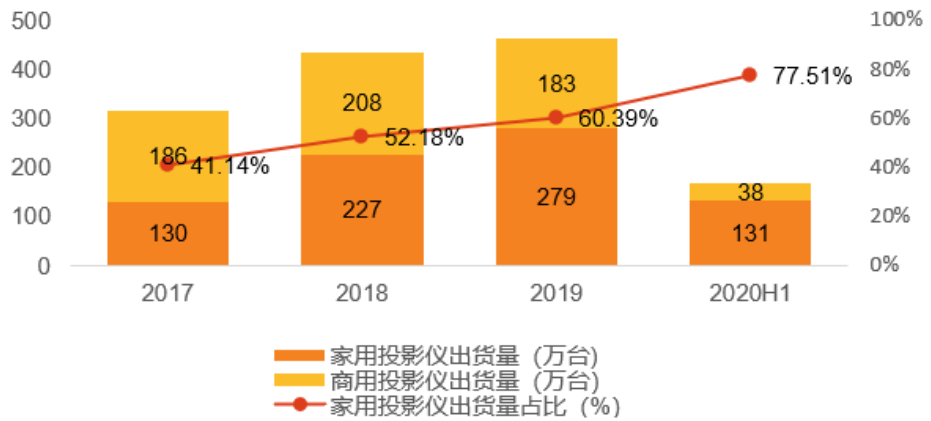
图 9：中国投影设备出货量（万台）



资料来源：极米科技招股书，天风证券研究所

家用投影仪逐渐成为中国市场主流，DLP 技术产品市场份额逐渐提升。2017/2018/2019/2020H1，中国家用投影仪出货量分别为 130/227/279/131 万台，分别占中国投影设备出货量的 41.14%/52.18%/60.39%/77.51%。国内商用投影设备出货量有减少趋势，2018，2019 年国内商用投影设备出货量分别为 208 万台，183 万台，同比减少 12.02%。DLP 技术产品市场份额逐渐提升。据 IDC 统计，2018/2019/2020H1 DLP 及 3DLP 技术方案市占率分别为 52.68%/51.71%/61.26%；LCD 及 3LCD 技术方案市占率分别为 47.08%/48.09%/38.62%。

图 10：中国家用投影仪和商用投影仪出货量（万台）



资料来源：极米科技招股书，天风证券研究所

投影设备行业内主要包括极米、爱普生、坚果、明基、日电及小米等品牌。2018 年全年投影设备市场出货量前五大品牌分别为极米、爱普生、明基、索尼和日电，出货量市场份额分别为 13.2%、12.4%、6.5%、4.6%和 3.7%，**国有品牌极米首次成为年度出货量第一品牌**。至此之后，极米继续稳固行业地位，投影仪出货量市占率逐年提高，2019 年及 2020 年 1-6 月公司出货量继续保持中国投影设备市场第一，市场份额分别达 14.6%和 22.2%。随着头部企业逐渐掌握核心硬件技术并开发更多创新功能的感知和画质算法，同时出货量增加带来边际成本下降效应，未来投影设备领域将呈现头部企业成为行业巨头并占有绝大部分市场份额的市场格局。

表 3：中国投影设备行业出货量市占率 (%)

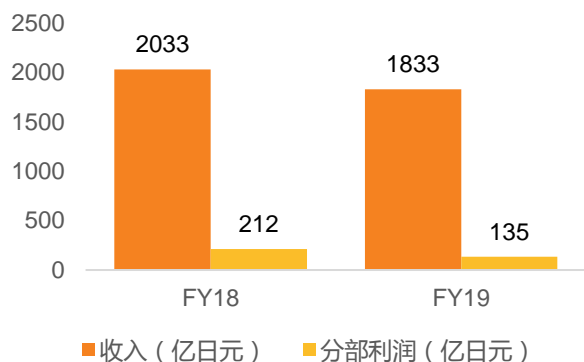
市场份额排名	2020 年 1-6 月		2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	极米	22.2%	极米	14.6%	极米	13.2%	爱普生	15.1%
2	坚果	12.8%	爱普生	11.1%	爱普生	12.4%	极米	10.5%
3	爱普生	6.3%	坚果	8.1%	明基	6.5%	明基	9.1%
4	小米	3.8%	明基	4.9%	索尼	4.6%	索尼	6.4%
5	明基	3.3%	日电	3.2%	日电	3.7%	日电	6.2%

资料来源：极米科技招股说明书，天风证券研究所

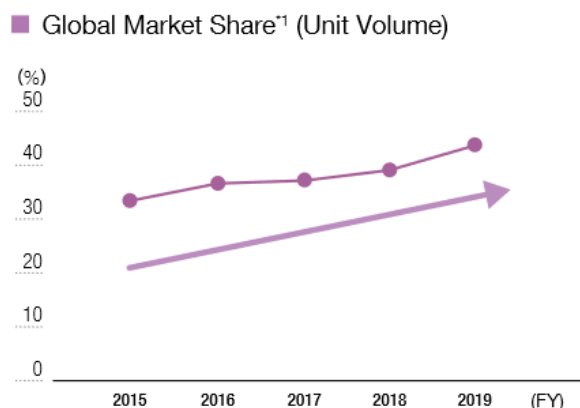
2019 年全球投影仪市场规模约为 260 亿元，EPSON 市场份额超 40%，美国家用投影仪渗透率约为 7%。EPSON 视觉创新业务（投影仪）2019 年收入 1833 亿日元，约 111.46 亿元人民币，2019 年 EPSON 视觉创新业务（投影仪）全球市场份额约 43%，可测算 2019 年全球投影仪市场规模约为 260 亿元。2018 年，Cint 对 703948 名美国居民进行抽样调查，其中有 6.93%的消费者拥有投影仪。

图 11：EPSON 视觉创新业务（投影仪）业绩

图 12：EPSON 视觉创新业务（投影仪）全球市场份额 (%)



资料来源：EPSON 2019 财年业绩 PPT，天风证券研究所



资料来源：EPSON 2019 财年业绩 PPT，天风证券研究所

海外投影仪仍以 LCD 技术为主，使用体验打折。就我们对于 amazon 平台家用投影仪设备的观测，目前海外家用投影仪更多仍采用 LCD 技术，传统光源，并且是纯硬件，没有叠加系统和内容，使用体验打折。极米微投采用 DLP 技术 LED 光源，基于硬件开发了软件操作系统，并且叠加了长视频、教育、游戏等内容，在各方面都有差异化的竞争优势。

图 13：amazon video projectors bestseller top5

Best Sellers in Video Projectors

<p>#1</p> <p>VANKYO LEISURE 3 Mini Projector, 1080P and 170" Display Supported, Portable Movie Projector...</p> <p>★★★★☆ 35,845 \$99.99</p>	<p>#2</p> <p>Mini Projector, PVO Portable Projector for Cartoon, Kids Gift, Outdoor Movie Projector, LED Pico...</p> <p>★★★★☆ 4,978 \$69.99</p>	<p>#3</p> <p>Mini Projector, ELEPHAS Portable Projector for iPhone, Video Smart Led Pocket Pico Small...</p> <p>★★★★☆ 724 \$47.59</p>	<p>#4</p> <p>DR. J Professional HI-04 Mini Projector Outdoor Movie Projector with 100Inch Projector Screen,...</p> <p>★★★★☆ 26,203 \$67.17</p>
<p>#5</p> <p>Mini Projector for iPhone, ELEPHAS 2020 WiFi Movie Projector with Synchronize Smartphone...</p> <p>★★★★☆ 6,480 \$99.99</p>	<p>#6</p> <p>Video Projector, TOPVISION 5500L Portable Mini Projector with 100" Projector Screen, 1080P...</p> <p>★★★★☆ 4,851 \$76.14</p>	<p>#7</p> <p>AuKing Mini Projector 2021 Upgraded Portable Video-Projector, 55000 Hours Multimedia Home...</p> <p>★★★★☆ 10,844 \$79.99</p>	<p>#8</p> <p>1080P HD Projector, WiFi Projector Bluetooth Projector, FANGOR 6500 Lumen 230" Portable...</p> <p>★★★★☆ 3,756 \$189.98</p>

资料来源：amazon，天风证券研究所

3. 静态维度公司具备技术领先窗口期，动态维度公司始终在做长期正确的决策

公司以提升产品用户体验为目标，在光机设计、硬件电路设计、整机结构设计、智能感知算法开发、画质优化算法开发、软件系统开发等方面掌握了多项核心技术和能力，大幅提高了智能投影设备的性能和用户体验。

首先是光机设计方面，公司结合整机的外观、结构、散热等多方面因素进行综合考虑，

形成最优化的光路设计，反复调试后实现同等条件下光机效率提升 10%以上。同时为了提高量产的可能性，公司采用多种补偿设计技术从光路设计层面降低光机系统敏感度，提高光机生产良率。

在硬件电路设计方面，公司积累了丰富的硬件电路可靠性设计经验和解决方案，制定了严格的硬件电路可靠性设计规则和测试解决方案，并且针对模块电路进行严格的评估，配备高性能仪器设备和辅助设计软件，高效地管理可靠性设计过程和结果，从而保证量产产品稳定可靠地运行，实现售后硬件电路板故障率低于 0.15%。

整机结构设计方面：公司在散热控制和噪音控制方面有独特的优势，截至目前，公司在申专利 12 项，已有专利 65 项，散热控制领域，公司有智能分离式精准散热技术，噪音控制方面，公司有风扇脉冲信号动态调节方式。

智能感知方面：公司为提高智能投影设备整机的易用性和智能化，开发了一系列创新的智能感知技术，包括全局无感对焦技术、六向全自动校正技术、自适应亮度调节技术和人体感应技术等。其中，全局无感对焦技术首次实现无需对焦图的自动对焦功能，六向全自动校正技术在行业内首次实现上下俯仰、左右旋转、倾斜旋转六向全维度自动校正。为满足用户更直观的与投影仪进行交互，公司提出人体感应技术，包括手势操作技术和智能护眼技术。

软件系统开发方面：公司具备基于安卓系统内核的智能投影软件系统开发能力，可与硬件电路设计相结合，形成高流畅度和低内存损耗的智能投影软件系统。自主开发了极速开机技术，实现业内首次将投影产品开机速度优化至 8s 以内，开机速度提升 400%以上。同等待机功耗下开机速度由传统待机模式 20s-50s 优化至 8s 以内。同时自主开发了基于安卓系统的高性能 UI 渲染框架，大幅降低内存资源占用。

截至 20 年 6 月底，公司研发团队共有 351 人，整体覆盖了算法开发、整机开发、软件研发、软件测试、工业设计等，设有多个实验室，拥有多项专利技术。公司主要技术人员均有十年以上的研发经验，为公司奠定了深厚的基础。除去研发人员外，在研发机构方面，公司设有先进的画质实验室、噪声实验室、结构实验室、可靠性实验室和光学实验室，均通过多项行业标准、拥有先进的数据分析方法及设备。截至 2020 年 8 月 31 日，公司共拥有计算机软件著作权 34 项、已经取得权利证书的专利 330 项，其中发明专利 22 项，在申请发明专利 158 项。

在产品方面，公司有着出色的工业设计以及产品体验。公司共获得 31 项国际权威奖项，涵盖世界四大工业设计奖项，包括德国红点产品设计奖、德国 iF 设计奖、日本 Good Design Award 和美国 Idea 设计奖，同时多次获得美国 CES 创新奖。

表 4：极米科技产品设计奖项

获得奖项	获奖产品
红点产品设计奖	H3 (2020)、Z8X (2020)、A2 (2020)、Play X (2019)、Play (2019)、A1 (2018)、CC 极光 (2018)、Z6 (2018)、H1 (2017)
iF 设计奖	Z8X (2020)、H3 (2020)、Play X (2020)、RS Pro (2019)、LUNE (2019)、Play (2019)、Z6 (2019)、CC 极光 (2018)、H1 (2017)
Good Design Award	A2 Pro (2019)、A2 (2019)、Z6 (2018)、Z4 Air (2015)
Idea 设计奖	Play (2019)
CES 创新奖	Halo (2020)、MoGo Pro (2020)、X1 (2019)、RS Pro (2019)、A1Pro (2018)、CC 极光 (2018)、H1 (2017)、Z4 极光 (2017)

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司之所以能够静态上技术领先，是因为公司以产品研发为根本，以长期利益为导向。举例来说，极米曾经研发了一款产品，开模生产出上千台，开模费上百万元。但是，创始人钟总认为这是一款合格的产品，但不是极致的产品，坚持不销售。生产 Z4Air 的时候，追求轻薄的极致，公司为了减少产品 1 毫米的厚度，废掉了模具。在极米 CMO 杨蓉所负

责的市场销售团队办公区，挂着一条横幅「不刷单、不作假、不做 toVC 生意，靠实力取胜」。

4. 增长逻辑：新品迭代能力强劲，渠道扩张提升市场份额，元器件国产替代持续提升毛利率，互联网增值服务市场空间广阔

公司新品迭代能力强劲。极米 2015 年推出 Z4，2017 年推出全球首款 120 英寸 4K 双色激光电视 T1，2019 年发布 H3 系列，2020 年推出全新子品牌 MOVIN。未来，极米会在软硬件多方面持续优化产品，推出新品。

公司渠道扩张持续提升市场份额。

①海外市场扩张：公司智能微投进军海外市场技术路径优势明显。与 LCD 技术相比，DLP 技术具备整机小巧、集音响与电视盒子于一体使用便捷、LED 光源生命周期长且安全的差异化特点。从 2018 年到 2020H1，DLP 及 3DLP 技术在技术方案中的占比从 52.68% 提升到 61.26%，而 LCD 及 3LCD 技术占比从 47.08% 下降到 38.62%。公司智能微投产品采用 DLP 技术和 LED 光源，与海外传统投影仪品牌 LCD 技术路径形成产品体验差异化，且国内工程师成本低，公司产品具备价格竞争优势。

②国内下沉市场扩张：目前公司终端用户以全国一二线城市消费者为主，直营店铺也铺设在经济发达的一、二线城市大型购物中心。未来，公司将加强品牌宣传铺设，产品将加速向下沉市场渗透。

③线下渠道扩张：2020H1 公司境内线下渠道收入占比 23.9%。公司现有线下销售模式包括经销商、直营店及直销客户模式。公司计划稳妥推进线下渠道建设。其中，公司直营店定位为对公司的线下品牌宣传以及新产品推广具有战略意义的零售终端，通过线上线下协同的方式与消费者展开互动。同时，公司探索加盟店等形式的渠道拓展方法。

④电商渠道持续发力：公司主要销售模式为电商入仓模式、线上 B2C、线上分销等，包括京东、天猫两大主要渠道，2020H1 境内线上渠道收入占比 71.06%。公司将进一步巩固核心线上销售渠道。

元器件国产替代持续提升公司毛利率水平。公司光机逐步自研自产降低成本，盈利能力持续提升。公司实现光机技术自主化并逐步导入量产。光机成本约占整机成本 40%-50%，光机自研或将光机成本降低 15%-20%，约将整机成本降低 5%-8%。此外，光机、整机协同开发，可有效提升光能利用率。未来，公司或在芯片等多类元器件方面实现国产替代。公司创始人钟波毕业于电子科技大学，曾任海信电视研究所工程师，晨星软件研发（深圳）有限公司研发工程师、西南区技术总监，具备丰富的芯片开发经验。

公司产品用户高度活跃，长视频内容分发+教育游戏内容分发+电影互联网分发有望持续提升互联网增值服务 ARPU。公司产品用户高度活跃。2020 年公司 GMUI 月活用户约 120 万人，约占过去三年智能投影产品出货量的 80%，平均每人日均使用时长超 4 小时。公司互联网增值服务 ARPU 值有望持续提升。公司互联网增值服务收入按净收入口径结算，收入与利润接近。以 120 万月活为分母，我们测算 2020 年公司 ARPU 约 30-40 元。通过加强用户运营，公司 ARPU 提升空间较大。

5. 盈利预测与估值

关键假设：

2020-2022 年智能微投销量 80.6/132.3/203.7 万台，平均价格 2747/ 2829/ 2914 元。

2020-2022 年激光电视销量 1.25/2.1/ 3.19 万台，平均价格 12373/ 12423/ 12473 元。

2020-2022 年创新类产品收入 2.70/4.05 /5.26 亿元。

2020-2022 年互联网增值服务年度付费用户数 66.96/69.81/90.38 万人，人均消费 70/85/95 元。

综合预计 2020-2022 年营业收入 28.25/46.37/71.47 亿元，净利润 2.65/4.72/7.42 亿元。

表 5: 公司盈利预测 (亿元)

	2020E	2021E	2022E
硬件收入	27.79	45.78	70.62
互联网增值服务收入	0.47	0.59	0.86
整体收入	28.25	46.37	71.47
整体毛利	8.98	16.61	26.13
净利润	2.65	4.72	7.42

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

给与公司目标市值 371-445 亿元。给予公司 50-60 倍相对 PE 估值, 综合 2022 年公司目标市值 371-445 亿元, 对应目标价 742-890 元。

表 6: 可比公司相对估值

	2020E	2021E	2022E
石头科技	50.36	45.01	36.11
科沃斯	133.59	75.71	54.12

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

目标用户群体数目不达预期: 家用投影仪属于可选消费品, 在消费者中的品类渗透率具有不确定性。

品类迭代: 消费电子品类存在技术迭代情况, 消费电子品类的持续性具备不确定性。

技术研发风险: 随着消费者的消费水平升级和对产品各方面要求的不断提高, 公司如果不能准确判断行业技术创新方向, 及时应对市场需求的变化, 开发在质量、性能、智能化等方面都满足消费者需求的产品, 就面临着所掌握的核心技术被赶超或替代的风险。在新产品开发方面, 如果技术研发出现问题或产品不符合市场发展方向, 则可能导致公司竞争优势下降, 进而对公司业绩产生不利影响。

部分核心零部件依赖外购风险: 目前, 主流消费级投影设备均采用 DLP 投影技术, DLP 投影技术的核心专利都掌握在美国德州仪器 (TI) 公司。采用 DLP 投影技术的投影设备产品, 其核心成像器件是 DMD 器件, 目前公司全部采用 TI 生产的 DMD 器件, 并已与 TI 建立了长期合作关系。未来, 若公司重要核心部件供应商与公司业务关系发生不利变化、或者其供货价格有重要调整、亦或因国家间贸易争端或新冠疫情进一步蔓延导致无法及时供货, 将对公司的生产经营产生不利影响。

知识产权风险: 行业竞争激烈, 若发生知识产权产生诉讼、纠纷将对公司业务发展和财务状况造成不利影响。

竞争风险: 未来其他投影仪品牌公司或加大产品研发和渠道拓展方面的投入, 加剧市场竞争。

产品降价及公司增速放缓风险：若存在降价可能，公司无法持续推出具有市场竞争力的新产品，将对公司业务、财务状况、经营业绩及前景产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	202.42	598.95	470.81	2,266.94	3,755.23
应收票据及应收账款	56.76	158.93	73.10	70.69	150.94
预付账款	12.94	16.57	15.96	37.24	43.17
存货	487.67	451.91	584.84	1,144.77	1,361.89
其他	58.45	53.44	56.62	85.73	99.10
流动资产合计	818.23	1,279.80	1,201.33	3,605.36	5,410.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.20	11.88	36.20	79.75	121.84
在建工程	0.00	4.95	38.97	71.38	72.83
无形资产	1.79	35.41	32.45	29.48	26.52
其他	31.78	34.09	18.77	21.69	22.61
非流动资产合计	40.78	86.34	126.40	202.31	243.80
资产总计	859.01	1,366.13	1,327.73	3,807.68	5,654.14
短期借款	90.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	253.60	477.83	181.91	943.96	834.50
其他	66.83	74.65	79.92	133.99	154.99
流动负债合计	410.44	552.47	261.84	1,077.95	989.48
长期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.30	42.46	17.44	22.07	27.32
非流动负债合计	6.30	242.46	217.44	222.07	227.32
负债合计	416.74	794.94	479.28	1,300.02	1,216.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	10.11	37.50	50.00	50.00	50.00
资本公积	471.39	483.61	483.61	1,671.18	2,858.74
留存收益	432.16	533.60	798.45	2,457.66	4,387.33
其他	(471.37)	(483.51)	(483.61)	(1,671.18)	(2,858.74)
股东权益合计	442.28	571.20	848.45	2,507.66	4,437.33
负债和股东权益总计	859.01	1,366.13	1,327.73	3,807.68	5,654.14

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	9.52	93.40	264.86	471.64	742.11
折旧摊销	5.84	15.11	4.62	7.00	9.43
财务费用	2.98	2.86	11.30	18.55	28.59
投资损失	(0.70)	(1.62)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(174.56)	207.84	(350.01)	209.92	(400.81)
其它	10.13	6.20	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(146.80)	323.81	(69.23)	707.11	379.32
资本支出	6.23	11.87	85.02	75.37	44.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(28.67)	(82.28)	(145.02)	(155.37)	(94.74)
投资活动现金流	(22.44)	(70.40)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	90.01	200.00	200.00	200.00	200.00
股权融资	(4.43)	31.99	1.10	1,169.02	1,158.98
其他	50.03	(107.35)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
筹资活动现金流	135.60	124.64	1.10	1,169.02	1,158.98
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(33.63)	378.04	(128.13)	1,796.13	1,488.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,658.57	2,116.40	2,825.22	4,636.75	7,146.85
营业成本	1,359.35	1,622.88	1,901.03	2,976.34	4,536.82
营业税金及附加	5.14	7.96	9.69	15.90	25.29
营业费用	187.25	259.01	382.06	651.46	1,036.29
管理费用	40.42	64.30	70.63	148.38	178.67
研发费用	63.00	81.06	138.92	271.25	468.12
财务费用	9.58	7.72	11.30	18.55	28.59
资产减值损失	8.18	(3.01)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.70	1.62	0.00	0.00	0.00
其他	(17.42)	(23.65)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2.36	98.51	311.60	554.87	873.07
营业外收入	0.38	0.55	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.55	0.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.19	98.51	311.60	554.87	873.07
所得税	(8.33)	5.10	46.74	83.23	130.96
净利润	9.52	93.40	264.86	471.64	742.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	9.52	93.40	264.86	471.64	742.11
每股收益(元)	0.19	1.87	5.30	9.43	14.84

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.08%	27.60%	33.49%	64.12%	54.13%
营业利润	-83.38%	4073.57%	216.30%	78.07%	57.35%
归属于母公司净利润	-35.28%	881.43%	183.56%	78.07%	57.35%
获利能力					
毛利率	18.04%	23.32%	32.71%	35.81%	36.52%
净利率	0.57%	4.41%	9.37%	10.17%	10.38%
ROE	2.15%	16.35%	31.22%	18.81%	16.72%
ROIC	45.53%	33.79%	198.65%	87.21%	182.90%
偿债能力					
资产负债率	48.51%	58.19%	36.10%	34.14%	21.52%
净负债率	-25.42%	-69.84%	-31.92%	-82.43%	-80.12%
流动比率	1.99	2.32	4.59	3.34	5.47
速动比率	0.81	1.50	2.35	2.28	4.09
营运能力					
应收账款周转率	26.43	19.62	24.35	64.49	64.49
存货周转率	3.94	4.51	5.45	5.36	5.70
总资产周转率	2.13	1.90	2.10	1.81	1.51
每股指标(元)					
每股收益	0.19	1.87	5.30	9.43	14.84
每股经营现金流	-2.94	6.48	-1.38	14.14	7.59
每股净资产	8.85	11.42	16.97	50.15	88.75
估值比率					
市盈率	3,118.24	317.72	112.05	62.92	39.99
市净率	67.10	51.96	34.98	11.83	6.69
EV/EBITDA	0.00	0.00	89.73	47.53	28.65
EV/EBIT	0.00	0.00	91.01	48.11	28.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com